



## Working Paper

# Interrogations sur endettement public et politique monétaire

Jacques Mazier<sup>1</sup>, Luis Reyes<sup>2</sup>

Mars 2021

---

<sup>1</sup> CEPN-CNRS, Université Sorbonne Paris Nord, Chaire Energie et Prospérité

<sup>2</sup> Kedge Business School

## **La Chaire Energie et Prospérité**

La chaire Energie et Prospérité a été créée en 2015 pour éclairer les décisions des acteurs publics et privés dans le pilotage de la transition énergétique. Les travaux de recherche conduits s'attachent aux impacts de la transition énergétique sur les économies (croissance, emploi, dette), sur les secteurs d'activité (transport, construction, production d'énergie, finance), aux modes de financement associés ainsi qu'aux problématiques d'accès à l'énergie. Hébergée par la Fondation du Risque, la chaire bénéficie du soutien de l'ADEME, de la Caisse des Dépôts, d'Engie et de Renault.

*Les opinions exprimées dans ce papier sont celles de son (ses) auteur(s) et ne reflètent pas nécessairement celles de la Chaire Energie et Prospérité. Ce document est publié sous l'entière responsabilité de son (ses) auteur(s).*

Les Working paper de la Chaire Energie et Prospérité sont téléchargeables ici :

<http://www.chair-energy-prosperity.org/category/publications/>

## **Chair Energy and Prosperity**

The Energy and Prosperity Chair was created in 2015 to inform decisions of public and private actors in managing the energy transition. The Chair research deals with the impacts of energy transition on national economies (growth, employment, debt...), on specific sectors (transportation, construction, energy , finance), on acces to energy and with the associated financing issues. Hosted by the Risk Foundation, the chair has the support of ADEME, the Caisse des Dépôts, Engie and Renault.

*The opinions expressed in this paper are those of the author(s) and do not necessarily reflect the position of Chair Energy and Prosperity. It is therefore published under the sole responsibility of its author(s).*

Chair energy and Prosperity's working papers can be downloaded here:

<http://www.chair-energy-prosperity.org/en/category/publications-2/>

## Interrogations sur endettement public et politique monétaire

Jacques Mazier<sup>1</sup> et Luis Reyes<sup>2</sup>

10/03/21

*Malgré des niveaux d'endettement public élevés la soutenabilité de la dette publique à court-moyen terme ne pose pas de problème en raison des niveaux très faibles des taux d'intérêt. Toutefois l'examen des voies envisageables pour gérer le problème de la dette publique et financer les efforts futurs d'investissement (transformation en dette perpétuelle, annulation partielle de la dette publique détenue par la BCE, monnaie hélicoptère, financement monétaire des dépenses publiques, création d'une monnaie libre) montre qu'il n'existe pas de solution miracle.*

### Introduction

Après la crise financière de 2008 la crise du corona virus a entraîné une nouvelle explosion des dettes publiques qui atteignent, en % du PIB, des niveaux rarement observés. Le phénomène est général, bien que d'importantes différences existent selon les pays, opposant, par exemple, le Japon d'un côté, l'Allemagne et de nombreux pays d'Europe de l'Est d'un autre. La sortie de crise et la transition écologique nécessitent un surcroît de dépenses de la part des gouvernements, notamment en matière d'investissements. La soutenabilité de la dette publique ne pose pas de problème à court – moyen terme dans la plupart des pays développés avec des taux d'intérêt très faibles et durablement inférieurs aux taux de croissance du PIB. Néanmoins, pour certains, les limites de l'endettement public seraient proches d'être atteintes. Dès que la situation économique sera stabilisée, un retour à la rigueur budgétaire serait nécessaire. Pour d'autres la sortie de la crise sera difficile et d'importants efforts d'investissements publics et privés devront être financés pour mener à bien la transition écologique. Au-delà du quantitative easing (QE) de nouvelles voies devraient être explorées que ce soit en termes d'annulation de la dette publique détenue par la banque centrale, de dette perpétuelle, de monnaie hélicoptère, de « monnaie libre » sans endettement ou de financement monétaire des dépenses publiques. Sur ces différents points des positions contradictoires s'affrontent. Elles seront discutées dans un cadre comptable simple qui paraît utile pour mieux dégager les avantages et les limites des propositions avancées (voir Tableau 1). Cette présentation comptable ne peut évidemment décrire les effets induits et les enchaînements dynamiques, sinon de manière très incomplète.

---

<sup>1</sup> CEPN-CNRS, Université Sorbonne Paris Nord, Chaire Energie et prospérité.

<sup>2</sup> Kedge Business School

Tableau 1 Bilan simplifié de l'économie

	Ménages		Firmes		Gouvernement		Banque centrale		Banques		Reste du monde	
	Actif	Passif	Actif	Passif	Actif	Passif	Actif	Passif	Actif	Passif	Actif	Passif
Capital	$K^H$		$K^F$		$K^G$							
O&D							G					G
Billets	$H^H$		$H^F$					H				
Dépôts	$D^H$		$D^F$		$D^G$					D	$D^R_A$	$D^R_L$
C Govt CB					$D^{GCB}$			$D^{CBG}$				
RES								RES	RES			
RF							$RF^{CB}$			RF	$RF^R$	
Titres publics						BT	$BT^{CB}$		$BT^B$		$BT^R$	
Titres étrangers							$B^{CBR}$		$B^{BR}$			$B^R_L$
Autres titres				$B^F_L$			$B^{CBB}$		$B^B_A$	$B^B_L$	$B^R_A$	
Crédit		$L^H$		$L^F$		$L^G$			L		$L^R_A$	$L^R_L$
Actions dom	$pE^H$		$pE^F_A$	$pE^F_L$	$pE^G$			$pE^{CB}_L$	$pE^B_A$	$pE^B_L$	$pE^R_A$	
Actions étrangères			$pE^{FR}$						$pE^{BR}$			$pE^R_L$
Assurance	$A^H$		$A^F$							A	$A^R$	
<b>Richesse financière nette</b>		$W^H$		$W^F$		$W^G$		$W^{CB}$		$W^B$		$W^R$
<b>Richesse nette</b>		$WG^H$		$WG^F$		$WG^G$		$WG^{CB}$		$WG^B$		$WG^R$

Capital = actifs non-financiers; O&D = Or et droits de tirage spéciaux ; C Govt CB = compte du gouvernement auprès de la banque centrale ; RES = réserves bancaires ; RF = refinancement entre institutions financières ; richesse nette  $WG = K + W$

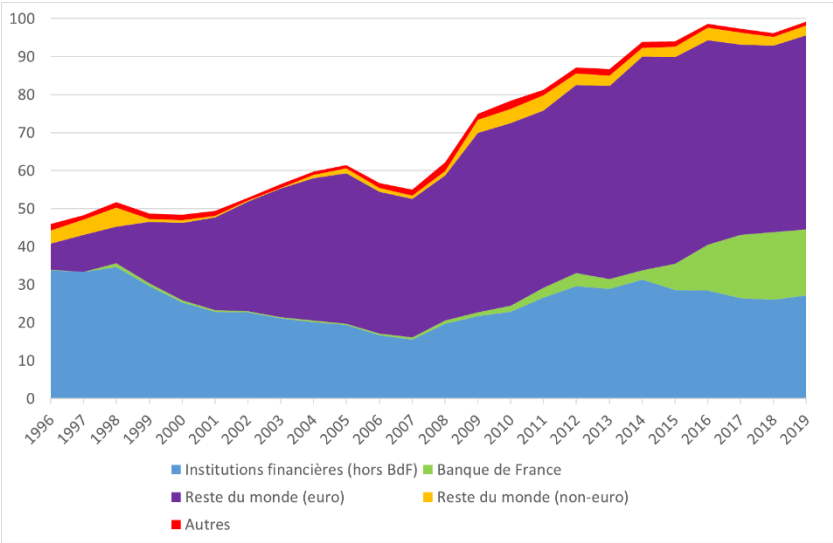
## Le quantitative easing (QE)

Le QE peut être considéré comme le point de départ. Initié dès le début des années 2000 au Japon il s'est généralisé à partir de la crise de 2008. Le QE se présente comme le rachat de bons du Trésor (et d'autres titres publics ou privés) aux banques par la banque centrale sur le marché secondaire. En contrepartie les réserves des banques sont accrues. Cette politique détend le marché interbancaire et peut inciter les banques à accroître le crédit. En pratique les hausses de crédit ont été limitées dans la conjoncture morose des années 2010 et les réserves bancaires se sont gonflées.

Les graphiques ci-dessous illustrent certains des effets du QE dans le cas de la France. Au-delà de la hausse du ratio de dette publique depuis la fin des années 1990 (graphique 1), la hausse de la part des titres publics détenus par la Banque de France est à souligner surtout depuis 2015 ainsi que celle de la part des titres détenus par le reste du monde (à 90% en euros) qui reflète l'ouverture aux marchés financiers. Les réserves bancaires se sont, quant à elles, accru en deux étapes, après la crise financière de 2008 et après 2015 avec la mise en place à grande

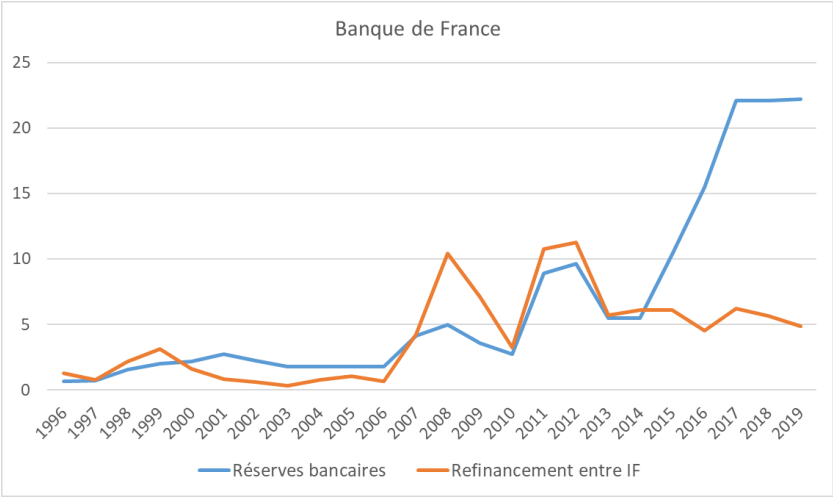
échelle du QE (graphique 2). Elles représentaient 22% du PIB en 2019 et ont encore augmenté en 2020. Enfin le ratio d'endettement des firmes a progressé passant de 80% du PIB à la fin des années 1990 à plus de 120% en 2019 mais c'est largement le crédit inter-entreprises qui s'est accru (graphique 3). En termes nets, le ratio d'endettement des firmes a été stable autour de 45% du PIB, illustrant la faible progression du crédit bancaire. En revanche, l'endettement des ménages a fortement augmenté passant de 35% à 60% du PIB et a alimenté le boom immobilier.

Figure 1 Titres publics au passif des administrations par détenteur, % du PIB



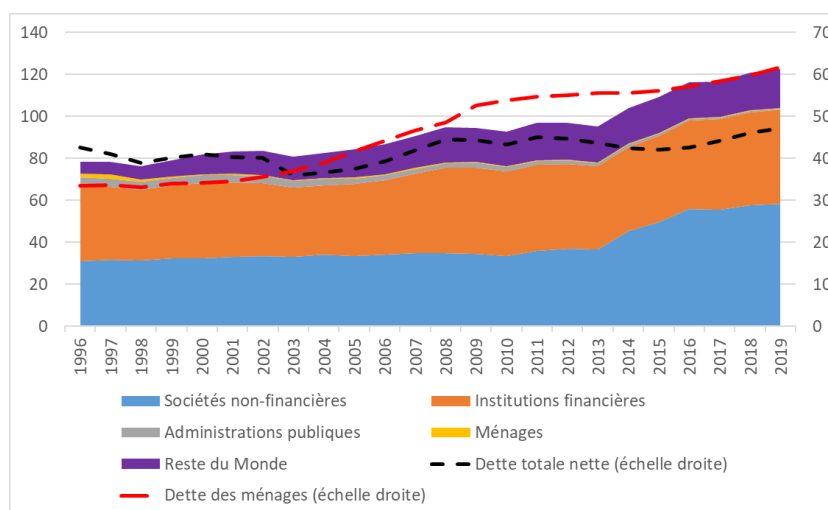
Source : Webstat et INSEE

Figure 2 Réserves bancaires et refinancement, % du PIB



Source : Webstat et INSEE

Figure 3 Stock de dette des SNF par secteur détenteur, dette nette (passif-actif) des SNF et des ménages, % du PIB



Source : Webstat et INSEE

Le QE a fait baisser la pression sur les taux d'intérêt en accroissant la demande de titres par la banque centrale. Même si cet effet de baisse des taux doit être relativisé dans un contexte déflationniste, il a été important (et continue à l'être) pour tous les pays, notamment ceux d'Europe du Sud. Plusieurs autres effets induits sont apparus. D'une part, si les banques ont accordé peu de nouveaux crédits, elles ont acheté un nombre non négligeable d'actions, ce qui a contribué à entretenir le boom des marchés boursiers. Le marché de l'immobilier a également été stimulé. Ces effets continuent à exister dans la période post-covid, en particulier aux Etats-Unis. D'autre part les banques peuvent acheter des titres étrangers pour placer leurs liquidités, ce qui entraîne une dépréciation du taux de change et contribue à soutenir l'activité, comme au Japon et aux Etats-Unis dans les années 2010. Depuis que le QE a été généralisé dans tous les pays les effets sur le taux de change sont moins marqués.

Au total les résultats du QE sont ambigus. Les marchés boursiers ont été fortement stimulés, renforçant leur déconnexion par rapport à la sphère réelle. Les effets sur l'offre de crédit et sur l'économie réelle ont été faibles. Le bilan des banques centrales a été déséquilibré avec un actif gonflé par des titres à la qualité devenant plus incertaine et un passif composé de réserves bancaires (qui peuvent être interprétées comme une dette de la banque centrale vis-à-vis des banques). La dette publique n'est pas effacée par cette « monétisation ». Elle est transférée à la banque centrale.

La baisse du coût de la dette est l'élément le plus positif. Cela a été particulièrement le cas pour les pays de l'Europe du Sud après 2015 et en 2020 avec l'assouplissement des conditions d'achat des bons du Trésor par la BCE qui ne sont plus contraintes par le poids économique du pays émetteur.

Tableau 2 QE simple

Banque centrale		Banques	
Actif	Passif	Actif	Passif
$BT^{BC} + T$		$BT^B - T$	
	RES +T	RES +T	
	$W^{BC}$		$W^B$

QE avec simple gonflement des réserves des banques et avec pression à la baisse sur les taux d'intérêt

$$BT = BT^B (Y, r) + BT^R (Y^R, r) + \delta BT^{BC}$$

$BT$  = bons du Trésor émis par le gouvernement,  $BT^B (Y, r)$  = demande de bons du Trésor par les banques fonction croissante du taux d'intérêt sur les bons  $r$ ,  $BT^R (Y^R, r)$  = demande de bons du Trésor par le reste du monde,  $\delta BT^{BC} = T$  = achat de bons du Trésor par la banque centrale et pression à la baisse sur le taux d'intérêt  $r$

Malgré l'ampleur des liquidités déversées il n'y a pas eu d'effet inflationniste. Ce résultat a surpris bien qu'il se comprenne assez bien. Si le gonflement des liquidités a été grand (la monnaie banque centrale, c'est-à-dire les réserves bancaires+billets), l'impact sur le crédit et la masse monétaire (les billets et les dépôts) a été limité. Les effets sur l'économie réelle ont aussi été faibles avec une absence de pressions inflationnistes venant de la demande ou des coûts. Seuls les prix des marchés mobiliers et, dans une moindre mesure, immobiliers se sont accrus du fait d'une poussée de la demande.

Tableau 3 QE avec achat d'actions par les banques

Banque centrale		Banques		Firmes	
Actif	Passif	Actif	Passif	Actif	Passif
$BT^{BC} + T$		$BT^B - T$			
	RES +T - T1	RES +T - T1			
		$p_E E_A^B + T1$	$p_E E_L^B + T11$		$p_E E_L^F + T12$
	$W^{BC} + T1$		$W^B - T11$		$W^F - T12$

QE avec achat d'actions par les banques (T1), hausse du marché boursier et effets de revalorisation (T11 et T12 sous forme de revalorisation  $E_{L-1} \Delta p_E$ )

Tableau 4 QE avec achat de titres étrangers par les banques

Banque centrale		Banques		Reste du monde	
Actif	Passif	Actif	Passif	Actif	Passif
$BT^{BC} + T$		$BT^B - T$			
	RES +T - T2	RES +T - T2			
		$p_B B_A^B + T2$			$p_B B_L^R + T2$
	$W^{BC} + T2$		$W^B$		$W^R - T2$

QE avec achat de titres étrangers par les banques pouvant entraîner une dépréciation du taux de change

### L'annulation d'une partie de la dette publique détenue par la banque centrale

L'annulation d'une partie de la dette publique rachetée par la banque centrale est une proposition qui peut paraître séduisante (Scialom et Bridonneau, 2020). De fait les banques centrales détiennent déjà un montant important de dettes publiques à la suite du QE (l'équivalent de 30% du PIB de la zone euro dans le cas de la BCE). Mais cette annulation entraînerait une perte de richesse nette considérable pour la banque centrale (de l'ordre de 30% du PIB à titre d'ordre de grandeur) sans rapport avec le niveau actuel de ses capitaux propres, ce qui la fragiliserait. Les réserves bancaires, interprétables en termes de dette de la banque centrale vis-à-vis des banques, seraient également accrues. Au niveau de l'ensemble gouvernement + banque centrale rien ne serait changé en termes d'endettement total. Cela n'échapperait pas aux marchés, ni aux décideurs politiques. Dans le cas européen un Etat seul ne pourrait rien faire unilatéralement et une telle décision devrait être prise au niveau de l'ensemble de la zone euro, ce qui serait pour le moins difficile.

Tableau 5 Annulation partielle de la dette publique détenue par la banque centrale

Gouvernement		Banque centrale		Banques	
Actif	Passif	Actif	Passif	Actif	Passif
	BT - T1	BT <sup>BC</sup> +T- T1		BT <sup>B</sup> - T	
			RES + T	RES +T	
	W <sup>G</sup> + T1		W <sup>BC</sup> - T1		W <sup>B</sup>

Rachat d'une partie (T) de la dette publique par la banque centrale, puis annulation partielle (T1); dégradation de la richesse nette de la banque centrale

En dehors des avantages procurés par l'annulation partielle (mais formelle) de la dette publique, les partisans de cette politique font valoir plusieurs arguments supplémentaires en faveur de leur thèse.

1/ La richesse de la banque centrale deviendrait bien négative mais ceci serait sans conséquence grave pour une banque centrale qui n'est pas une banque comme les autres et qui pourrait vivre avec des fonds propres négatifs sans être pénalisée. Sur cette question la BRI (2013) a adopté un point de vue nuancé. Elle reconnaît que les banques centrales diffèrent des banques commerciales et n'ont pas la recherche du profit comme objectif. Cependant les résultats financiers ne peuvent être ignorés. Des fonds propres négatifs susciteraient des doutes et entraîneraient des pressions politiques. Au total, si la crédibilité de la banque centrale est forte, une bonne situation financière n'améliorerait que marginalement sa capacité à conduire sa politique. Une dégradation de la richesse nette de quelques points de PIB n'aurait sans doute que peu de conséquences. Mais la crédibilité de la banque centrale risquerait d'être davantage atteinte avec les ordres de grandeur envisagés en matière d'annulation (de l'ordre de 10 à 30% du PIB).



2/ Il est aussi avancé que la banque centrale pourrait recapitaliser ses fonds propres en créant sa propre monnaie. Cette idée, séduisante en apparence, paraît peu praticable. On voit mal quels seraient les détenteurs de ces capitaux propres financés par création monétaire de la banque centrale. La seule solution serait que la banque centrale crée dans un premier temps sa propre monnaie en alimentant le compte du Trésor auprès de la banque centrale. Le Trésor achèterait dans un second temps les actions émises par la banque centrale pour reconstituer ses fonds propres. Outre le montant élevé des opérations en cause, le principal problème est que la richesse nette de la banque centrale demeurerait inchangée et négative malgré l'accroissement des actions émises. Au niveau de l'ensemble des fonds propres (actions + richesse nette) l'opération serait nulle. Une recapitalisation de la banque centrale où les actions nouvelles émises seraient achetées par le gouvernement avec ses ressources propres serait en théorie envisageable mais se traduirait par un endettement accru de celui-ci. Cela ferait perdre tout intérêt à ce qui était recherché au départ, l'annulation partielle de la dette publique détenue par la banque centrale.

Tableau 6 Recapitalisation des fonds propres de la banque centrale par création de sa propre monnaie (?)

Gouvernement		Banque centrale		Banques	
Actif	Passif	Actif	Passif	Actif	Passif
	BT - T1	BT <sup>BC</sup> +T- T1		BT <sup>B</sup> - T	
			RES + T	RES +T	
D <sup>GCB</sup> +T2-T3			D <sup>CBG</sup> +T2-T3		
p <sub>E</sub> E <sup>CBG</sup> +T3			p <sub>E</sub> E <sup>GCB</sup> +T3		
	W <sup>G</sup> +T1 +T2		W <sup>CB</sup> -T1-T2		W <sup>B</sup>

Après l'annulation partielle de la dette publique détenue par la banque centrale (T1), une recapitalisation des fonds propres de la banque centrale par création de sa propre monnaie est-elle possible ? Dans un premier temps la banque centrale crée sa monnaie en alimentant le compte du Trésor à la banque centrale (T2). La richesse nette de la banque centrale est affectée négativement. Dans un deuxième temps le Trésor achète les actions nouvellement émises par la banque centrale (T3). Au total l'opération est neutre au niveau de l'ensemble des fonds propres (T3 -T2 -T1). La recapitalisation n'est que partielle et la richesse nette de la banque centrale est négativement affectée.

3/ L'annulation partielle de la dette publique détenue par la banque centrale serait conditionnée par le fait que les marges de manœuvre théoriquement retrouvées par le gouvernement soient mobilisées vers des dépenses en faveur de la transition écologique. L'idée est juste mais la mise en œuvre concrète serait loin d'être évidente. Cela impliquerait un accord entre la banque centrale et le gouvernement (les gouvernements nationaux dans le cas de la zone euro, ce qui compliquerait encore plus les choses). Les dépenses pour la transition écologique relèvent à la fois du secteur public et du secteur privé. Elles s'inscrivent dans une politique globale mobilisant de multiples acteurs. Les dépenses d'investissement liées à la transition écologique sont estimées à 4-5% du PIB par an et sont échelonnées sur plusieurs années. L'annulation de la dette serait-elle également étalée dans le temps ou

réalisée d'une seule fois ? La question du contrôle de la réalité et du contenu de ces investissements se poserait également. Tout ceci laisse penser que le caractère opérationnel de cet accord banque centrale - gouvernement serait loin d'être assuré.

Les arguments en faveur de l'annulation partielle de la dette publique détenue par la banque centrale paraissent peu convaincants. Deux critiques supplémentaires peuvent être ajoutées.

1/ Cette annulation serait perçue comme un signal révélant une certaine fragilité. La réputation de la banque centrale serait affaiblie. Dès lors les risques de remontée des taux d'intérêt sur les titres publics arrivant à échéance et devant être renouvelés sans pouvoir tous être achetés par la banque centrale seraient grands. De même les possibilités de recourir à l'emprunt dans le futur seraient réduites ou les conditions seraient moins favorables. Loin d'être élargies les marges de manœuvre seraient réduites.

2/ Les importantes réserves bancaires détenues à l'actif des banques en contrepartie des rachats par la banque centrale peuvent être, comme dans le cas du QE, à l'origine, soit de sorties de capitaux avec potentiellement des pressions sur le taux de change, soit d'une flambée sur les marchés mobiliers et immobiliers. Le cas des sorties de capitaux mérite un examen particulier. Les réserves bancaires peuvent alimenter des achats de titres étrangers par les banques entraînant des sorties de capitaux avec des conséquences différentes selon le type pays. Les petits pays ouverts ou de taille moyenne comme le Royaume-Uni peuvent être exposés à des sorties importantes dans un climat de plus grande incertitude liée à l'annulation d'une partie de la dette publique, avec des effets de dépréciation sur le taux de change pouvant être difficiles à contrôler. Les Etats-Unis sont plus à l'abri de telles évolutions en raison du statut du dollar. Au sein de la zone euro les pressions sur le taux de change sont moins à craindre que des tensions intra-zone avec gonflement des soldes TARGET2 lié à des sorties de capitaux dans les pays du Sud considérés comme les plus fragiles et entrées dans le bloc allemand.

Tableau 7 Annulation partielle de la dette publique et sortie de capitaux

Gouvernement		Banque centrale		Banques		Reste du monde	
Actif	Passif	Actif	Passif	Actif	Passif	Actif	Passif
	$BT - T1$	$BT^{BC} + T - T1$		$BT^B - T$			
			RES + T-T2	RES +T-T2			
		$B^{CBR}$		$B^{BR} T2$			$B^R_L T2$
	$W^G T1$		$W^{BC}$ +T1+T2		$W^B 0$		$W^R -T2$

Après l'annulation partielle de la dette publique détenue par la banque centrale (T1), utilisation d'une partie des réserves bancaires (T2) pour acheter des titres étrangers  $B^R$  entraînant des sorties de capitaux et une pression sur le taux de change.

Au total, l'annulation partielle de la dette détenue par la banque centrale n'apparaît pas comme une option devant être retenue.

## Une annulation partielle de la dette publique supportée par les agents privés

Une comparaison peut être faite avec une annulation partielle de la dette publique supportée par les agents privés, les banques et les détenteurs de ces créances. Des mesures de restructuration de la dette peuvent être mises en œuvre par des pays ne pouvant plus faire face à leurs échéances. Elles sont coûteuses pour les banques, les épargnants et la réputation des pays. Les pertes des banques liées à la dévalorisation des actifs bancaires seraient importantes et nécessiteraient une recapitalisation (difficile avec la dégradation des profits), un appel aux marchés ou une nationalisation partielle (solutions tout aussi difficiles). Les pertes des autres détenteurs des titres publics, souvent par l'intermédiaire d'institutions financières (comme l'assurance-vie), seraient également significatives. Il s'agit en général de ménages très riches, mais pas toujours, comme en Italie où les titres publics sont plus largement diffusés. Les très-très riches seraient moins concernés car leurs placements sont souvent ailleurs. Plus encore que dans le cas précédent, la perspective d'une telle annulation ferait remonter les taux d'intérêt et les possibilités de recours à l'emprunt seraient plus réduites à l'avenir. Les pays qui ont eu recours à de telles mesures dans le passé l'ont fait en dernier recours à l'issue d'une longue crise.

Tableau 8 Annulation partielle de la dette publique supportée par les banques

Gouvernement		Banque centrale		Banques	
Actif	Passif	Actif	Passif	Actif	Passif
	BT - T	BT <sup>BC</sup>		BT <sup>B</sup> - T	
			RES	RES	
	W <sup>G</sup> + T		W <sup>BC</sup>		W <sup>B</sup> - T

Un cas de figure souvent mis en avant est l'annulation ou la restructuration des dettes publiques et privées après les guerres durant lesquelles elles ont explosé pour financer l'effort de guerre dans un contexte de stagnation ou de crise économique. L'exemple de l'annulation partielle et de la restructuration de la dette allemande en 1953 est fréquemment cité. La situation post-covid serait comparable à une période d'après-guerre nécessitant des mesures exceptionnelles. La comparaison n'est pas complétement dénuée de sens. De telles opérations de restructuration ont été supportées par les agents détenteurs de ces créances. Elles ont eu un coût qui a été jugé acceptable et même souhaitable pour assainir la situation. Ce schéma est différent de celui proposé par les partisans de l'annulation partielle de la dette publique détenue par la banque centrale qui serait indolore selon eux, ce qui est illusoire.

## La transformation en dette perpétuelle

L'achat d'une partie de la dette publique (celle liée notamment aux effets de la crise sanitaire) par la banque centrale et sa transformation en dette perpétuelle ou à très long terme, peu rémunérée, est une autre proposition. Les banques centrales détiennent déjà un montant important de dettes publiques à la suite du QE. Il existe une graduation dans la mesure pour

la rendre plus ou moins présentable aux yeux des parties prenantes. Une dette perpétuelle non rémunérée serait équivalente à une annulation. Une fraction de la dette publique est rachetée aux banques par la banque centrale et, en contrepartie, une dette non remboursable ou renouvelée automatiquement à taux fixes et très bas, est souscrite par la banque centrale. En dehors de la banque centrale, les banques privées ne seraient guère intéressées par un telle dette peu rémunérée et non remboursable ou remboursable à très long terme. Notons cependant que le Trésor français a émis récemment un emprunt à 50 ans à 0.5%<sup>3</sup>.

La mesure présente certains attraits et des limites. Elle est neutre en apparence (les richesses nettes des agents sont inchangées). La dette publique est inchangée mais, défalquée de la dette perpétuelle, elle est allégée. La banque centrale détient un actif non remboursable ou seulement à long terme et voit son passif (les réserves bancaires) s'accroître d'autant. Le gonflement de ces réserves bancaires soulève le même type de problèmes que dans le cas de l'annulation de la dette. Les gains gagnés par l'Etat sur les intérêts versés sont compensés par de moindres versements de dividendes de la banque centrale au gouvernement. On peut craindre que le renouvellement des autres titres publics arrivant à échéance se fasse dans de moins bonnes conditions que celles existant actuellement. L'émission de cette dette perpétuelle refléterait que des limites ont été atteintes. Cela serait particulièrement le cas dans la zone euro où le marché des titres publics est hétérogène et où certains Etats membres sont considérés comme plus fragiles. C'est une solution qui, sous la forme d'une dette à très long terme faiblement rémunérée, permettrait de ménager l'avenir et de préserver les conditions favorables existant actuellement en terme de soutenabilité. Elle ne pourrait concerner qu'une fraction limitée de la dette et un consensus dans ce sens sera difficile à obtenir au niveau européen.

Tableau 9 Transformation partielle en dette perpétuelle

Gouvernement		Banque centrale		Banques	
Actif	Passif	Actif	Passif	Actif	Passif
	BT - X1	BT <sup>BC</sup> X - X1		BT <sup>B</sup> - X	
			RES + X	RES + X	
	BP + X1	BP + X1			
	W <sup>G</sup>		W <sup>BC</sup>		W <sup>B</sup>

Rachat d'une partie de la dette publique par la banque centrale (X) et transformation partielle en dette perpétuelle ou à très long terme (X1)

<sup>3</sup> <https://www.aft.gouv.fr/fr/publications/communiqués-presse/20210119-lancement-oat-2072>

## La monnaie hélicoptère

La monnaie hélicoptère est une forme de distribution de monnaie banque centrale directement aux ménages et aux entreprises (à travers des comptes individuels en monnaie numérique créés à la banque centrale) ou à l'Etat (à travers le compte du Trésor auprès de la banque centrale). Seul le premier volet est envisagé ici. Le deuxième volet est discuté plus loin. Ces modes de distribution sont plus directs que le QE qui transite largement à travers les marchés financiers et alimente les bulles financières et immobilières. Pour les promoteurs de la monnaie hélicoptère les transferts aux ménages et aux entreprises seraient de nature uniforme car la banque centrale n'a pas pour vocation de pratiquer des politiques de redistribution ou des politiques sélectives et n'en a, au demeurant, pas les moyens. Ces transferts seraient sans ciblage sur des catégories particulières d'agents (les pauvres par exemple) et pour des montants importants (de l'ordre de 500 mds €, soit 3.5 % du PIB de la zone euro par an pour les transferts aux ménages par exemple). Ces transferts auraient une durée limitée et seraient revus à la baisse en cas d'apparition de tensions inflationnistes (Coupey-Soubeyran, 2020).

La monnaie hélicoptère soulève de nombreuses questions.

1/ L'absence de ciblage pose problème et fait craindre des risques de gaspillage. Des politiques plus sélectives seraient nécessaires, que ce soit vis-à-vis des ménages ou des entreprises, mais ne sont pas du ressort de la banque centrale.

2/ La création de comptes individuels à la banque centrale pour tous les ménages et toutes les entreprises serait une lourde tâche nécessitant du temps. Elle rejoindrait cependant en partie les projets de monnaie électronique émise par la banque centrale qui sont en cours de discussion dans la plupart des banques centrales et à la BRI.

3/ La richesse nette de la banque centrale baisserait et celle-ci pourrait se retrouver avec des fonds propres négatifs. Ce problème est reconnu mais n'est pas considéré comme crucial, du moins jusqu'à une certaine limite, tant que la crédibilité de la banque centrale n'est pas affectée. La banque centrale peut éteindre les dettes qu'elle a envers les banques par la création de sa propre monnaie, c'est-à-dire les réserves bancaires.

Tableau 10 Distribution de monnaie hélicoptère au profit des firmes et des ménages

Banque centrale		Ménages		Firmes	
Actif	Passif	Actif	Passif	Actif	Passif
	H	$H^M$		$H^F$	
	$D^{CB} + T$	$D^{CBM} + T^M$		$D^{CBF} + T^F$	
	$W^{CB} - T$		$W^M + T^M$		$W^F + T^F$

Création de monnaie hélicoptère (T) au profit des ménages et des firmes avec perte de richesse nette de la banque centrale et accroissement de celles des ménages et entreprises

Banque centrale	Banques	Ménages
-----------------	---------	---------

Actif	Passif	Actif	Passif	Actif	Passif
	H			$H^M$	
	$D^{CB} +T - T1$			$D^{CBM} +T^M - T1$	
			D +T1	$D^M +T1$	
	RES +T1	RES +T1			
	$W^{CB} -T$		$W^B$		$W^M +T^M$

A la suite de la distribution de monnaie hélicoptère ( $T$ ) les ménages transfèrent une partie ( $T1$ ) de leur compte banque centrale à leur compte bancaire. La banque centrale éteint sa dette envers les ménages en créant sa propre monnaie, les réserves RES, qui sont une dette envers les banques. La richesse nette de la banque centrale demeure négativement impactée du même montant.

4/ Différentes solutions sont avancées pour remédier au problème de ces fonds propres négatifs. Coupey-Soubeyran (2020) propose l'inscription d'une dette perpétuelle non remboursable à l'actif de la banque centrale. On en voit cependant mal le sens car il s'agirait d'un actif fictif qui serait un prêt perpétuel non remboursable sans bénéficiaires clairement identifiés. La seule solution serait qu'il s'agisse d'une dette publique perpétuelle non remboursable émise par le gouvernement. Dans ce cas la richesse nette de la banque centrale est inchangée puisqu'un actif (la dette perpétuelle) est détenu en contrepartie de la monnaie hélicoptère émise. Mais la dette publique s'accroît d'autant, ce que l'on voulait éviter au départ avec la monnaie hélicoptère. On retrouve le même problème que précédemment avec le balancement dette publique/richeesse nette de la banque centrale. Il n'y a pas de création monétaire sans contrepartie.

Tableau 11 Monnaie hélicoptère en faveur des ménages et entreprises avec création d'une dette perpétuelle

Banque centrale		Ménages		Firmes	
Actif	Passif	Actif	Passif	Actif	Passif
	H	$H^M$		$H^F$	
	$D^{CB} +T$	$D^{CBM} +T^M$		$D^{CBF} +T^F$	
$BP^{BC} +T$					
	$W^{CB} 0$		$W^M +T^M$		$W^F +T^F$

Monnaie hélicoptère ( $T$ ) en faveur des ménages et entreprises avec création d'une dette perpétuelle non remboursable ( $\delta BP = T$ ) à l'actif de la banque centrale (dont on voit mal les contreparties)

Banque centrale		Gouvernement		Ménages	
Actif	Passif	Actif	Passif	Actif	Passif
	H			$H^M$	
	$D^{CB} +T$			$D^{CBM} +T^M$	
$BP^{BC} +T$			$BP^G +T$		
	$W^{CB} 0$		$W^G -T$		$W^M +T^M$

*Monnaie hélicoptère (T) en faveur des ménages et entreprises avec, en contrepartie, émission d'une dette perpétuelle non remboursable d'un même montant par le gouvernement ( $\delta BP^G = T$ ) et détention de cette dette perpétuelle par la banque centrale*

Une autre solution mise en avant serait que la banque centrale recapitalise ses fonds propres en créant sa propre monnaie. On retrouve le même problème que dans le cas de l'annulation de la dette publique détenue par la banque centrale discuté plus haut. La seule possibilité serait que la banque centrale crée dans un premier temps sa propre monnaie en alimentant le compte du Trésor auprès de la banque centrale (c'est de la monnaie hélicoptère en faveur du gouvernement). Le Trésor achèterait dans un second temps les actions émises par la banque centrale pour reconstituer ses fonds propres. La richesse nette de la banque centrale demeurerait affectée négativement malgré l'accroissement des actions émises. Au niveau de l'ensemble des fonds propres (actions + richesse nette) le solde serait toujours négatif. La dégradation initiale de la richesse nette de la banque centrale engendrée par la distribution de monnaie hélicoptère ne serait pas effacée. La banque centrale ne peut se recapitaliser en créant sa propre monnaie.

*Tableau 5 Monnaie hélicoptère en faveur des ménages et recapitalisation des fonds propres de la banque centrale*

Banque centrale		Gouvernement		Ménages	
Actif	Passif	Actif	Passif	Actif	Passif
	H			$H^M$	
	$D^{CB} + T + T1 - T2$	$D^{GCB} + T1 - T2$		$D^{CBM} + T^M$	
	$p_E E^{CBG} + T2$	$p_E E^{CBG} + T2$			
	$W^{CB} - T - T1$		$W^G + T1$		$W^M + T^M$

*Monnaie hélicoptère (T) en faveur des ménages et des firmes (ces dernières non représentées dans le tableau) ; pour recapitaliser les fonds propres de la banque centrale celle-ci crée sa propre monnaie en alimentant le compte du Trésor à la banque centrale (T1), ce qui dégrade à nouveau sa richesse nette (de  $-T - T1$ ), puis le Trésor achète des actions nouvellement émises par la banque centrale (T2). Au total, pour l'ensemble des fonds propres (actions + richesse nette), le bilan est toujours négatif ( $T2 - T - T1$ )*

5/ La banque centrale peut éteindre les dettes qu'elle a envers les banques en créant sa propre monnaie, les réserves bancaires. Le gonflement de ces réserves pose problème à plusieurs titres comme cela a déjà été montré dans les cas du QE et de l'annulation partielle de la dette publique. Les réserves bancaires peuvent être mobilisées pour acheter des actions ou des biens immobiliers et alimenter une bulle mobilière (tableau 3). Elles peuvent aussi entretenir des sorties de capitaux pouvant peser sur le taux de change ou créer des tensions intra-zone au sein de la zone euro (tableaux 4 et 7). Les besoins en dollars sont un cas différent qui impose des contraintes à toutes les banques centrales, à l'exception de la FED. La banque centrale se procure les dollars sur le marché des changes en mobilisant les dépôts disponibles. Les montants ne sont pas illimités et des contraintes peuvent apparaître avec, potentiellement,

des répercussions sur le taux de change. En cas de nécessité, des accords de swaps avec la FED sont envisageables.

Tableau 6 Distribution de monnaie hélicoptère en faveur des ménages et demande de dollars

Banque centrale		Banques		Ménages		Reste du monde	
Actif	Passif	Actif	Passif	Actif	Passif	Actif	Passif
	$D^{CB} + T - T1\$$			$D^{CBM} + T - T1\$$			
			$D^{BMS} + T1\$$	$D^{MS} + T1\$$			
		$D^{BS} + T1\$$					$D^{RB} + T1\$$
	$D^{CBS} + T1\$$					$D^{RCB} + T1\$$	
	$W^{CB} - T$		$W^B 0$		$W^M + T$		$W^R 0$

A la suite de la distribution de monnaie hélicoptère ( $T$ ) les ménages (ou les entreprises non représentées ici) en transfèrent une partie ( $T1\$$ ) en dollars sur leur compte bancaire. La banque centrale mobilise ses dépôts en dollars pour créditer les comptes des banques en dollars d'un montant équivalent. Mais elle est contrainte par les montants disponibles ( $D^{CBS}$ ). Potentiellement le taux de change pourrait en être affecté. La richesse nette de la banque centrale demeure négativement impactée du même montant.

6/ Le raisonnement peut être complété en tenant compte des effets induits et de leur impact macroéconomique. Les ménages et les entreprises peuvent transformer les montants de leurs comptes à la banque centrale en billets et dépôts bancaires. Cela modifie la structure du passif de la banque centrale, sans changer sa perte de richesse nette. Les ménages et les entreprises vont ensuite dépenser une partie de leurs actifs monétaires pour consommer et investir, ce qui entrainera un effet multiplicateur et un accroissement du revenu. Il en résultera des rentrées fiscales supplémentaires (qui réduiront la dette publique) et un accroissement de l'épargne des ménages et des entreprises (qui sera placée sous forme de titres publics ou de dépôts bancaires ou de billets). Les effets deviennent plus ambigus mais la baisse de la richesse nette de la banque centrale demeure.

Tableau 7 Monnaie hélicoptère avec transfert sur les dépôts et les billets et effets induits

Banque centrale		Banques		Ménages	
Actif	Passif	Actif	Passif	Actif	Passif
	$H + H1$			$H^M + H1$	
	$D^{BC} + T - H1 - T1$			$D^{BCM} + T - H1 - T1$	
			$D + T1$	$D^M + T1$	
	$RES + T1$	$RES + T1$			
	$W^{CB} - T$		$W^B$		$W^H + T$

Monnaie hélicoptère avec transfert sur les dépôts et les billets ( $T = H1 + T1$ ; cas des ménages seul)

Banque centrale		Banques		Ménages	
Actif	Passif	Actif	Passif	Actif	Passif
	$H + H1 - D1 + \delta Y1$			$H^M + H1 - D1 + \delta Y1$	
	$D^{BC} + T - H1 - T1$			$D^{BCM} + T - H1 - T1$	
			$D + T1 - D2 + \delta Y2$	$D^M + T1 - D2 + \delta Y2$	
	$RES + T1$	$RES + T1$			



RF +D2 - $\delta Y_2$			RF +D2 - $\delta Y_2$		
	$W^{CB} - T + D1 + D2 - \delta Y_1 - \delta Y_2$		$W^B$		$W^H - T - D1 - D2 + \delta Y_1 + \delta Y_2$

*Monnaie hélicoptère avec effets induits, accroissement de la consommation ( $D1+D2$ ) et effet multiplicateur sur le revenu ( $\delta Y$ ) ; effets ambigus mais toujours accroissement de la richesse des ménages et baisse de celle de la banque centrale ( $D1+D2 < T$ )*

Au total, la monnaie hélicoptère en direction des ménages ou des entreprises a des effets plus directs que le QE mais elle pose des problèmes pratiques de mise en œuvre et comporte des risques de gaspillage. Elle ne peut être retenue en régime de croisière. Elle entraîne une dégradation de la richesse nette de la banque centrale. Il n’y a pas de solution plausible de recapitalisation des fonds propres de la banque centrale, soit en créant sa propre monnaie, soit en émettant une dette perpétuelle non remboursable du gouvernement. Le gonflement des réserves bancaires peut alimenter des sorties de capitaux ou des bulles mobilières. Les besoins en dollars imposent enfin à toutes les banques centrales, sauf la FED, une contrainte qui ne peut être ignorée.

### **Le recours au financement monétaire**

La possibilité de financement monétaire du déficit public par achat des titres publics à l’émission, c'est-à-dire sur le marché primaire, par la banque centrale est présentée comme une autre alternative pour desserrer le carcan de la dette publique (Harribey et al., 2020 ; Wray, 2012). Cette proposition peut être appréciée différemment selon les cas de figure en distinguant les pays avec souveraineté monétaire qui disposent d’une banque centrale propre (Etats-Unis, Royaume Uni, Japon) et ceux qui ont abandonné leur souveraineté monétaire totalement (pays dollarisés pour qui la proposition n’a pas de sens) ou partiellement (pays fortement endettés en monnaie étrangère, pays de la zone euro). Pour les premiers une autre distinction est à faire selon que les investisseurs privés achètent ou non tous les titres publics nouveaux émis sur le marché au taux d’intérêt proposé. Si cela est le cas comme actuellement, l’achat de titres sur le marché primaire par la banque centrale ne se différencie pas de l’achat de titres publics sur le marché secondaire. La banque centrale refinance les banques en prenant en pension les bons du Trésor à un taux qui est très proche des taux d’émission de ces bons du Trésor. Dans ce cadre le « recours au financement monétaire » n’apporte rien de nouveau. Le problème de la dette publique demeure. L’Etat a par ailleurs la possibilité d’arbitrer entre financement court et financement par des titres à long terme sans risque. Quand les taux à long terme sont nuls comme aujourd’hui, l’Etat peut préférer l’endettement à long terme qui le protège des risques de remontée des taux (Sterdyniak, 2020). L’Etat a de fait indirectement un très large pouvoir de création monétaire via les achats de titres publics par les banques et les possibilités de rachat par la banque centrale avec accroissement des réserves, c'est-à-dire création de monnaie banque centrale.

Tableau 15 Financement d'un investissement public par émission de bons du Trésor et achat par la banque centrale sur le marché primaire ou secondaire

Gouvernement		Banque centrale		Banques	
Actif	Passif	Actif	Passif	Actif	Passif
$K^G + \delta$					
	$BT + \delta$	$BT^{BC} + \delta$		$BT^B$	
	$WG^G$		$WG^{BC} + \delta$		$WG^B$

Financement d'un investissement public ( $\delta$ ) par émission de bons du Trésor et achat par la banque centrale ; pas fondamentalement différent d'un achat par les banques commerciales, suivi d'un rachat par la banque centrale (voir ci-dessous). Dans ces tableaux les effets de relance du supplément d'investissement public ne sont pas décrits.

Gouvernement		Banque centrale		Banques	
Actif	Passif	Actif	Passif	Actif	Passif
$K^G + \delta$					
	$BT + \delta$	$BT^{CB}$		$BT^B + \delta$	
			RES	RES	
	$WG^G$		$WG^{CB}$		$WG^B + \delta$

Gouvernement		Banque centrale		Banques	
Actif	Passif	Actif	Passif	Actif	Passif
$K^G + \delta$					
	$BT + \delta$	$BT^{CB} + \delta$		$BT^B$	
			RES + $\delta$	RES + $\delta$	
	$WG^G$		$WG^{CB}$		$WG^B + \delta$

Dans ces tableaux  $WG$  désigne la richesse nette totale, et non la seule richesse financière nette

Si, par contre, les investisseurs privés achètent les titres publics en exigeant des taux plus élevés, en particulier en cas d'appel aux marchés financiers internationaux, l'achat sur le marché primaire par la banque centrale permettrait de desserrer la contrainte. D'autres solutions seraient envisageables comme l'imposition de plafonds d'effets publics aux banques, comme cela avait été le cas dans les années 1950-1960 en France dans le cadre d'une finance très administrée. Le recours à des institutions financières publiques faciliterait aussi le financement des administrations publiques, comme dans de nombreux pays durant les années 1950-1970 et comme cela est encore le cas au Japon.

Pour les pays de la zone euro les problèmes se posent différemment car la BCE n'est pas une véritable banque centrale pour chacun des Etats. Il y a des titres publics nationaux mais pratiquement pas de titres publics européens, à l'exception du montant limité des titres qui vont être émis dans le cadre du plan de relance européen de juillet 2020. En raison de l'hétérogénéité de la zone euro les taux d'intérêt à long terme sur les titres publics ont eu tendance à évoluer différemment depuis le début de la crise sanitaire (légèrement à la baisse

en Allemagne, stable en France, avec des poussées à la hausse en Italie et en Espagne), même si les interventions de la BCE ont limité ces tendances à la divergence. Les dettes publiques nationales ne sont pas explicitement garanties et les marchés peuvent imposer des primes de risque sur les titres à long terme. L'achat sur le marché primaire pourrait éviter les risques de remontée des taux dans les pays les plus menacés. Mais, même si les conditions de rachat par la BCE ont été assouplies et ne dépendent plus de la structure du capital de la BCE par pays, l'achat de tous les titres publics nationaux par la BCE d'une manière inconditionnelle est difficile à envisager étant donné l'hétérogénéité de fait de ces titres. Le financement monétaire des dépenses publiques par achat de titres sur le marché primaire ne changerait pas le fond du problème. Pour être acceptable par l'ensemble des partenaires européens l'achat inconditionnel par la BCE de tous les titres publics nationaux supposerait un encadrement étroit des politiques budgétaires nationales, soit sous forme technocratique dans le cadre des procédures de contrôle de la Commission, soit sous forme de contrôle plus démocratique dans le cadre, par exemple, d'un parlement de la zone euro. Nous en sommes loin. La zone euro est un système institutionnel incomplet et incohérent dont le dépassement est complexe à mettre en œuvre, comme le montreront les négociations à venir sur les nouvelles règles budgétaires européennes.

### La monnaie hélicoptère en faveur du gouvernement

L'utilisation de la monnaie hélicoptère en direction du gouvernement est une forme de financement monétaire des dépenses publiques, mais selon des modalités différentes du cas précédent (Coupey-Soubeyran, 2020). Le compte du Trésor auprès de la banque centrale est alimenté d'un certain montant de monnaie hélicoptère pour financer, par exemple, des investissements publics supplémentaires pour la transition écologique. Dans un premier temps la richesse nette de la banque centrale décroît tandis que celle du gouvernement s'accroît d'un montant équivalent. Il n'y a pas d'accroissement de l'endettement public mais le transfert d'une partie ou de la totalité de la monnaie hélicoptère vers des comptes bancaires du gouvernement entraîne un accroissement de la dette de la banque centrale vis-à-vis des banques (les réserves bancaires), c'est-à-dire une création de monnaie banque centrale. Un supplément d'investissements publics peut être financé sans endettement public supplémentaire apparent, mais avec en contrepartie une dégradation de la richesse nette et des fonds propres de la banque centrale.

Tableau 16 Emission de monnaie hélicoptère en faveur du gouvernement

Gouvernement		Banque Centrale		Banques	
Actif	Passif	Actif	Passif	Actif	Passif
$D^{GCB} +T-T1$			$D^{CBG} +T-T1$		
$D^{GB} +T1$			RES +T1	RES +T1	$D^{BG} +T1$
	$W^G +T$		$W^{CB} -T$		$W^B 0$

*Emission de monnaie hélicoptère (T) en direction du gouvernement dont la richesse nette s'accroît tandis que celle de la banque centrale se dégrade d'un même montant ; dans un*

deuxième temps transfert (T1) du compte du Trésor auprès de la banque centrale en direction de comptes bancaires du gouvernement; rien ne change fondamentalement mais l'accroissement des réserves bancaires reflète l'endettement de la banque centrale vis-à-vis des banques.

Tableau 17 Emission de monnaie hélicoptère en faveur du gouvernement, investissements publics et effet multiplicateur

Gouvernement		Banque centrale		Banques		Firmes	
Actif	Passif	Actif	Passif	Actif	Passif	Actif	Passif
$K^G +T2$							
$D^{GCB} +T-T1$			$D^{CBG} +T-T1$				
$D^{GB} +T1-T2$			RES +T1	RES +T1	$D^{BG} +T1-T2$		
					$D^{BF} +T3$	$D^{FB} +T3$	
	$WG^G +T$		$WG^{CB} -T$		$WG^B +T2-T3$		$WG^F +T3$

A la suite de l'émission de monnaie hélicoptère en faveur du gouvernement (T1) financement d'investissements publics nouveaux (à hauteur de T2) achetés aux firmes dont le profit s'accroît de T3, alimentant ainsi leurs comptes en banques. L'accroissement de la richesse nette globale du gouvernement apparaît positif comme contrepartie des investissements réalisés. Il n'y a pas d'endettement public à proprement parler mais la richesse nette de la banque centrale est négativement affectée et la banque centrale est endettée vis-à-vis des banques. La richesse des banques est peu affectée tandis que la richesse des firmes s'améliore comme conséquence des profits supplémentaires dégagés. Ces résultats (très comptables) peuvent être complétés par la prise en compte d'un effet relance économique avec un effet multiplicateur.

Gouvernement		Banque centrale		Banques		Firmes	
Actif	Passif	Actif	Passif	Actif	Passif	Actif	Passif
$K^G +T2$							
$D^{GCB} +T-T1$			$D^{CBG} +T-T1$				
$D^{GB} +T1-T2+$ $\delta Y2$			RES +T1	RES +T1	$D^{BG} +T1-T2$		
		RF - $\delta Y1$			RF - $\delta Y1$		
					$D^{BF} +T3+\delta Y1$	$D^{FB} +T3+\delta Y1$	
	$WG^G +T+$ $\delta Y2$		$WG^{CB}$ $-T-\delta Y1$		$WG^B +T2-T3$		$WG^F +T3+$ $\delta Y1$

La prise en compte d'un effet multiplicateur avec relance économique ( $\delta Y$ ) ne peut être que décrite sommairement avec des profits accrus pour les firmes ( $\delta Y1$ ), un moindre besoin de refinancement des banques et des rentrées fiscales accrues pour le gouvernement ( $\delta Y2$ ). Avec la reprise économique la situation financière des administrations et des firmes s'améliore mais la richesse nette de la banque centrale demeure affectée négativement.

Une telle politique est incompatible avec les règles actuellement en vigueur au niveau européen. Bien que les interdits soient moins stricts dans les pays anglo-saxons ou au Japon, le débat y demeure académique. Dans l'hypothèse où elle serait retenue, une telle proposition se heurterait à plusieurs difficultés.

1/ La dégradation des capitaux propres de la banque centrale serait structurelle sans que des solutions en termes de reconstitution de fonds propres puissent être apportées, comme cela a été expliqué précédemment.

2/ L'endettement de la banque centrale vis-à-vis des banques pourrait être source de déséquilibres en raison, soit de sorties de capitaux, soit de dérapages sur les marchés mobiliers et immobiliers, question qui a déjà également été abordée. L'importance des réserves bancaires faciliterait les achats de titres étrangers et pourrait engendrer des tensions sur les taux de change ou à l'intérieur de la zone euro avec un gonflement des soldes TARGET2.

Tableau 18 Emission de monnaie hélicoptère en faveur du gouvernement et achat de titres étrangers

Gouvernement		Banque centrale		Banques		Reste du monde	
Actif	Passif	Actif	Passif	Actif	Passif	Actif	Passif
$D^{GCB} + T - T1$			$D^{CBG} + T - T1$				
$D^{GB} + T1$					$D^{BG} + T1$		
			$RES + T1 - T2$	$RES + T1 - T2$			
		$B^{CBR}$		$B^{BR} + T2$			$B^R_L + T2$
	$W^G + T$		$W^{CB} - T + T2$		$W^B 0$		$W^R - T2$

A la suite d'émission de monnaie hélicoptère en faveur du gouvernement (T) et du transfert sur les comptes bancaires du gouvernement (T1), les réserves bancaires s'accroissent d'autant et peuvent financer des achats de titres étrangers (T2), source de tensions potentielles sur le marché des changes ou à l'intérieur de la zone euro.

3/ Les problèmes mentionnés plus haut (risque de remontée des taux d'intérêt sur les titres à renouveler, difficulté à recourir à l'emprunt ultérieurement) se retrouveraient.

4/ Enfin la banque centrale n'a pas pour fonction de financer ce type de vastes programmes et n'est pas équipée pour cela. L'objectif n'est pas de construire une nouvelle Gossbank. La BCE, comme d'autres banques centrales, est en train d'envisager la possibilité d'un « verdissement » de sa politique monétaire, notamment au niveau des collatéraux qui sont acceptés en refinancement ou achetés dans le cadre du QE. Mais ceci est très différent comme mode d'intervention.

L'ensemble de ces éléments conduit à être réservé sur le recours à la monnaie hélicoptère en direction du gouvernement.

## Une création monétaire libre pour financer la transition écologique

Grandjean et Dufrêne (2020) proposent une dernière version du financement monétaire, la création d'une monnaie libre sans dette associée pour financer la transition écologique. Cette proposition n'est jamais clairement formulée en termes de structure d'actif et passif des institutions concernées. L'idée de départ, une création monétaire sans contrepartie, est incompréhensible. Il y a toujours une contrepartie à la création monétaire. On en est réduit à des hypothèses pour inscrire leur proposition dans un cadre comptable.

La première version serait proche de la monnaie hélicoptère en faveur du gouvernement, des entreprises et des ménages pour financer des investissements verts à hauteur d'environ 4% du PIB par an. Comme cela a été indiqué ci-dessus, il y aurait une contrepartie qui serait un endettement de la banque centrale vis-à-vis des banques (le gonflement des réserves) et une dégradation de la richesse nette de la banque centrale. Cela ne peut guère être considéré comme un mode de financement durable dans le temps de la transition écologique. La définition et le contrôle de ces investissements verts devraient également être précisés.

Une deuxième version serait un schéma type Gossbank avec une banque unique regroupant la banque centrale et les banques commerciales dans une même structure, comme dans la grande époque des économies planifiées. Cela n'a aucun sens dans le contexte actuel mais les tableaux ci-dessous illustrent un schéma possible de « monnaie libre » (mais cependant avec une contrepartie).

Tableau 19 Création d'une monnaie libre

Gouvernement		Banque centrale		Firmes	
Actif	Passif	Actif	Passif	Actif	Passif
$K^G + T1$					
$D^{GCB} + T - T1$			$D^{CBG} + T - T1$		
			$D^{CBF} + T2$	$D^F + T2$	
	$WG^G + T$		$WG^{CB} + T1 - T - T2$		$WG^F + T2$

La banque centrale crédite le compte du gouvernement d'un montant  $T$ , ce qui dégrade d'autant sa richesse nette. Le gouvernement peut ainsi financer des investissements pour la transition d'un montant  $T1$ . Ces investissements sont supposés être fournis par les firmes dont les profits (et les dépôts bancaires) s'accroissent d'un montant  $T2$ .

## Le risque de dérapage inflationniste

Le risque de dérapage inflationniste doit enfin être évalué. Dans le contexte actuel les forces déflationnistes dominent comme conséquences de la récession, des pressions en faveur d'une plus grande flexibilité du marché du travail et des effets de la globalisation. A moyen terme, avec une expérience prolongée de financement monétaire et une sortie de la crise covid, la question de l'inflation pourrait réapparaître si l'abondance de moyens de financement favorise une croissance plus élevée des salaires et un supplément de demande allant au delà de l'offre.

Le risque ne peut être ignoré même s'il n'est pas présent à court terme. Il doit être surveillé, particulièrement aux USA où les plans de relance se sont succédés et sont de grande ampleur. Un peu d'inflation aide à gérer le problème de la dette. La FED s'est montrée ouverte à un objectif sensiblement supérieur à 2% (jusqu'à 4% ?), notamment pour tenir compte de la faiblesse de la croissance passée des prix et faire un lissage dans le temps. Au-delà d'un certain seuil, un infléchissement de la politique monétaire sera nécessaire avec une réduction des achats de titres publics et une remontée des taux qui devra être menée avec doigté pour éviter des tensions sur le marché des titres, une hausse de la charge de la dette et des effets

déstabilisants sur les marchés financiers. L'histoire montre que des pays, pas toujours périphériques, ont abusé des facilités du financement monétaire et ont connu d'importants déboires, notamment en termes d'inflation et de crise de changes.

## **Conclusion**

A court-moyen terme la soutenabilité de la dette publique ne pose pas de problème compte tenu des niveaux très faibles des taux d'intérêt. Néanmoins l'examen des différentes voies envisageables pour gérer le problème de la dette publique et financer les efforts d'investissements nécessaires pour sortir de la crise et assurer la transition écologique montre qu'il n'existe pas de solution miracle.

L'annulation partielle de la dette publique détenue par la banque centrale est une option illusoire. La richesse nette de la banque centrale serait négativement et fortement affectée et l'endettement de la banque centrale vis-à-vis des banques serait accru. La crédibilité de la banque centrale serait réduite, pouvant entraîner une remontée des taux sur les titres devant être renouvelés. Les possibilités de recapitalisation des fonds propres de la banque centrale ne sont pas plausibles. Les conditions qui pourraient être imposées en termes d'investissements dans la transition écologique en contrepartie de l'« annulation » de la dette apparaissent peu opérationnelles.

Cette annulation de la dette détenue par la banque centrale supposée indolore est très différente d'une annulation supportée par les agents privés. Dans un tel cas le coût est réel mais, sous certaines conditions et en dernier recours, il est peut-être jugé acceptable pour assainir la situation.

La transformation de la dette publique détenue par la banque centrale en dette à très long terme faiblement rémunérée permettrait de ménager l'avenir à moyen-long terme. Elle présente cependant le même type de limites et ne pourrait concerner qu'une fraction assez réduite de la dette.

La distribution de monnaie hélicoptère en direction des ménages ou des entreprises est également à écarter. Sa mise en œuvre serait complexe et comporterait des risques de gaspillage importants. La richesse nette de la banque centrale se dégraderait sans qu'il y ait de possibilité réelle de recapitalisation des fonds propres, soit en créant sa propre monnaie, soit en émettant une dette perpétuelle non remboursable du gouvernement. Le gonflement des réserves bancaires poserait problème à plusieurs titres, ces réserves pouvant être mobilisées pour alimenter des sorties de capitaux ou des bulles mobilières. Les besoins en dollars imposeraient enfin des contraintes à toutes les banques centrales à l'exception de la FED.

Le recours au financement monétaire par achat de titres publics sur le marché primaire n'apporterait rien nouveau par rapport à l'achat sur le marché secondaire dans les pays ayant une banque centrale propre et où, comme c'est le cas actuellement, les investisseurs privés

achètent tous les titres publics émis au taux d'intérêt proposé. Si les investisseurs privés demandaient des taux plus élevés, l'achat sur le marché primaire pourrait en revanche permettre de desserrer la contrainte. Pour les pays de la zone euro les enjeux sont différents parce que la BCE n'est pas une véritable banque centrale pour chacun des Etats européens et que les titres publics nationaux sont hétérogènes. L'achat sur le marché primaire pourrait éviter les risques de remontée des taux dans les pays les plus fragiles. Mais l'ensemble des dettes publiques nationales ne pourraient être que difficilement garanties par la BCE en raison de leur hétérogénéité. Pour ce faire un encadrement étroit des politiques budgétaires nationales devrait être mis en place, sujet sur lequel un compromis est loin d'être acquis.

La distribution de monnaie hélicoptère en direction du gouvernement permettrait de financer des investissements dans la transition écologique sans accroissement de l'endettement public mais la richesse nette de la banque centrale se dégraderait et son endettement par rapport aux banques augmenterait. Une telle politique serait incompatible avec les règles actuellement en vigueur au niveau européen. Si elle était retenue, elle se heurterait aux mêmes types d'obstacles que ceux précédemment évoqués. La dégradation des capitaux propres de la banque centrale serait structurelle sans que des solutions puissent être apportées. L'endettement de la banque centrale vis-à-vis des banques pourrait être source de déséquilibres en raison soit de sorties de capitaux, soit de dérapages sur les marchés financiers. Les risques de remontée des taux sur les titres à renouveler seraient présents. La banque centrale n'a pas pour fonction de financer ce type de programmes et n'est pas équipée pour cela.

Une « création monétaire libre » pour financer la transition écologique sans contrepartie est difficilement compréhensible. Elle se ramène, soit à une forme de monnaie hélicoptère en faveur du gouvernement, soit à un schéma type Gossbank avec une banque unique qui n'aurait guère de sens.

Pas de solution miracle mais dans cet environnement contraint une politique d'endettement public modéré pourrait être poursuivie et combinée avec deux orientations complémentaires : une réforme fiscale en direction des hauts revenus et patrimoines pour dégager de nouvelles ressources, réforme utile mais dont l'impact ne doit pas être surestimé ; une cible d'inflation temporairement plus élevée pour contribuer à dévaloriser les dettes. Le risque de dérapage inflationniste est limité à court terme en raison des forces déflationnistes mais ne doit pas être ignoré. En cas de matérialisation, au-delà d'un certain seuil, il conduirait à infléchir les politiques monétaire et budgétaire.



## **Bibliographie**

Archer D. and Moser-Boehm P. (2013), "Central bank finances", BIS Paper n°71, April.

Coupey-Soubeyran J. (2020), "La monnaie hélicoptère contre la dépression dans le sillage de la crise sanitaire", Institut Veblen, April.

Grandjean A. et Dufrêne N. (2020), "La monnaie écologique pour sauver la planète", Odile Jacob.

Harribey J. M., Jeffers E. and Plihon D. (2020), " La monnaie au service de la société", Attac France, April.

Sciallom L. et Bridonneau B. (2020), "Crise économique et crise écologique: osons des décisions de rupture", Terra Nova, April.

Sterdyniak H. (2020), "Les dettes publiques au temps du coronavirus", Les économistes atterrés, April.

Sterdyniak H. (2020), "Fake theory, encore", Blog Mediapart, 15 décembre.

Wray L.R. (2012), "Modern Money Theory: a primer on macroeconomics for sovereign monetary systems", Palgrave Macmillan.